

**University of Groningen**

## **Wettelijke restricties en investeringsgroei**

Bergsma, Frank; Lensink, Robert; Scholtens, Bert

*Published in:*  
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

**IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.**

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

*Publication date:*  
2004

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

*Citation for published version (APA):*

Bergsma, F., Lensink, R., & Scholtens, B. (2004). Wettelijke restricties en investeringsgroei. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 78, 233-239.

### **Copyright**

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

### **Take-down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

*Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.*

# Wettelijke restricties en investeringsgroei

## Een onderzoek met behulp van bedrijfsgegevens

Frank Bergsma, Robert Lensink en Bert Scholtens

**SAMENVATTING** In dit onderzoek analyseren we de invloed van wettelijke restricties op de investeringsgroei van individuele bedrijven. Met behulp van een unieke database, gebaseerd op interviews met een grote groep bedrijven uit verschillende landen, gaan we na in welke mate investeringen worden beperkt door wetgeving. Ook onderzoeken we of het investeringsgedrag van grote en kleine bedrijven op dezelfde wijze wordt beïnvloed. Onze resultaten ondersteunen de hypothese dat de groei van de investeringen wordt beperkt door wetten die door ondernemingen als negatief worden ervaren. Tevens blijkt dat met name kleine bedrijven last ondervinden van wettelijke restricties. Grote bedrijven lijken beter in staat restricties te omzeilen. Een belangrijke les voor het Nederlandse bedrijfsleven is dat wettelijke restricties het internationale zakendoen niet hoeven te blokkeren.

### 1 Inleiding

In de economische literatuur wordt veel aandacht geschonken aan de invloed van financiële ontwikkeling (zie onder andere Levine, 1997 en 2002 en Lensink, Scholtens en Sterken, 2001). In veel studies staat het relatieve belang van een bank- of marktgeoriënteerd financieel stelsel centraal. De resultaten van deze onderzoeken zijn niet eenduidig: sommige auteurs concluderen dat vooral een efficiënt bankwezen positieve effecten heeft op de economische groei, terwijl andere auteurs wijzen op de noodzaak van

goed ontwikkelde aandelenmarkten. Veel recente studies over de invloed van financiële ontwikkeling op economische groei stellen dat de vraag of een land bank- dan wel marktgeoriënteerd is eigenlijk irrelevant is. Volgens deze literatuur is het veel belangrijker een omgeving te creëren waarin financiële markten en intermediairs op een efficiënte manier financiële diensten kunnen aanbieden. Hierbij wordt met name gewezen op de noodzaak van een goed stelsel van wetten. Deze gedachtegang staat centraal in de zogenaamde *law and finance view* (zie onder andere La Porta et al., 1998 en 2000). De *law and finance view* onderzoekt of wetsystemen internationale verschillen in financiële ontwikkeling kunnen verklaren en wat de gevolgen daarvan zijn voor economische groei. Er is een veelvoud van studies voorhanden waarin wordt aangetoond dat de wetgeving en de kwaliteit van wetshandhaving van cruciale invloed zijn op de (bescherming van) rechten van investeerders. Een goed functionerend wetsysteem maakt het mogelijk dat aandelenmarkten en financiële intermediairs op een efficiënte manier besparingen naar investeerders kanaliseren, waardoor een positieve impuls aan de economische groei wordt gegeven (voor een recent overzicht zie Beck en Levine, 2003).

In de meeste *law and finance* studies wordt aan de hand van macro-economische gegevens getracht een verband te vinden tussen een goed functionerend wetsysteem, de financiële ontwikkeling van een land en economische groei (zie Levine, 1998; Beck, Demirgüç-Kunt en Levine, 2001; Garretsen, Lensink en Sterken, 2004). Met behulp van deze studies kan echter geen inzicht worden verkregen in de mate waarin wetgeving het gedrag van individuele ondernemingen beïnvloedt. Hiervoor zijn bedrijfsspecifieke gegevens nodig, met name over de invloed van wetten op bedrijfsvariabelen. Dergelijke informatie is moeilijk verkrijgbaar. Dit verklaart waarom er nauwelijks studies bestaan waarin wordt onderzocht in hoeverre

Drs. F. Bergsma is controller bij TPG Post en schreef een scriptie over dit onderwerp.

Prof. Dr. B.W. Lensink is hoogleraar Financiering bij de Rijksuniversiteit Groningen.

Dr. L.J.R. Scholtens is universitair hoofddocent bij dezelfde universiteit.

wetten van invloed zijn op individuele ondernemingen. De studie van Demirgüç-Kunt en Maksimovic (1998) is één van de weinige uitzonderingen. Zij laten zien dat ondernemingen in landen met een goed ontwikkelde kapitaalmarkt en een strikte wetshandhaving meer extern vermogen kunnen aantrekken en daardoor sneller kunnen groeien. Ook Beck, Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2002) richten zich op de effecten van wetten op individuele bedrijven. Zij onderzoeken welke wettelijke restricties de omzet van ondernemingen beïnvloeden. Hun studie laat onder meer zien dat de invloed van dergelijke restricties op ondernemingsgroei afhankelijk is van de ondernemingsgrootte: kleine ondernemingen hebben het meest last van wettelijke restricties.

Onze studie draagt bij aan de beperkte literatuur over de invloed van wetten op het gedrag van bedrijven. Aan de hand van gegevens uit 55 landen onderzoeken we in hoeverre de groei van de bedrijfsinvesteringen wordt beïnvloed door het wetsysteem. In overeenstemming met de hypothese van Beck, Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2002) kijken we ook of de mate waarin wettelijke restricties van invloed zijn op de groei van de investeringen verschilt voor grote en kleine bedrijven. We maken hierbij gebruik van de database van de *World Business Environment Survey* (WBES). Deze unieke database is gebaseerd op interviews met managers. Ze maakt het mogelijk om te onderzoeken hoe investeringsgroei wordt beïnvloed door de wettelijke restricties die managers zelf als een belemmering beschouwen. Een ander voordeel van de WBES-dataset is dat meer dan 80% van de observaties betrekking heeft op kleine (minder dan 50 werknemers) en middelgrote ondernemingen (tussen 50 en 500 werknemers). Eerder onderzoek was voornamelijk gebaseerd op grote beursgenoteerde ondernemingen.

Onze studie is een vervolg op de studie van Beck, Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2002). Het belangrijkste verschil tussen hun studie en de onze is dat wij geïnteresseerd zijn in de mate waarin de groei van de bedrijfsinvesteringen samenhangt met wettelijke factoren, terwijl Beck et al. het effect hiervan op de omzet van ondernemingen analyseren. Gezien de openheid van de Nederlandse economie is onze studie ook van groot belang voor het Nederlandse bedrijfsleven, hoewel Nederlandse ondernemers niet ondervraagd zijn in de WBES.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In paragraaf 2 wordt een beschrijving gegeven van de dataset en volgt een toelichting op de belangrijkste variabelen van ons

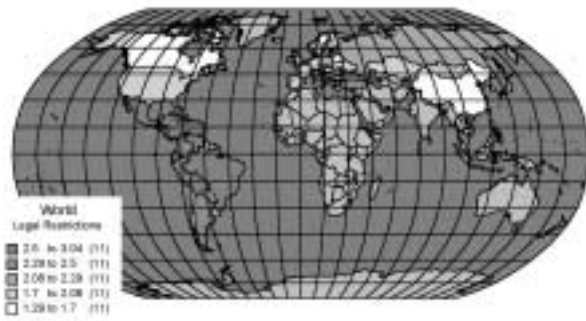
onderzoek. In paragraaf 3 wordt het model behandeld en worden de schattingsresultaten gepresenteerd. In paragraaf 4 behandelen we de conclusies en gaan we in op de betekenis van ons onderzoek voor Nederland.

## 2 De dataset

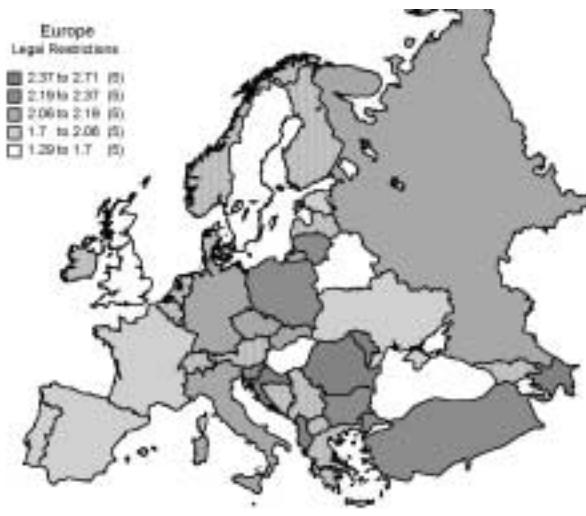
Wij maken gebruik van de *World Business Environment Survey* (WBES). Deze dataset is gebaseerd op een enquête die in 1999 en 2000 door de Wereldbank is afgenomen. De WBES-enquête richt zich in de eerste plaats op de oordelen van managers over externe factoren die van invloed kunnen zijn op hun bedrijfsvoering. Het hoofddoel is het identificeren van de belemmeringen ten aanzien van bedrijfsresultaten en ondernemingsgroei. De onderwerpen in de WBES-enquête beslaan onder andere investeringsklimaat, rechtsstelsel, corruptie en lobbyen. Informatie over de geënquêteerde ondernemingen beperkt zich tot het aantal arbeidsplaatsen, omzet, groei, sector, aantal concurrenten, eigendom, exporteur/importeur en subsidieontvangsten door de onderneming. Wij gebruiken gegevens van bijna 6.800 ondernemingen uit 55 landen. Om tot betere onderzoeksresultaten te komen zijn in het onderzoek landspecifieke variabelen toegevoegd: het Bruto Nationaal Product (BNP), het BNP per hoofd van de bevolking (BNP p/h), de groei van BNP (BNP-groei) en inflatie<sup>1</sup>.

Figuur 1 en 2 geven een overzicht van de onderzochte landen; figuur 1 schetst het totaalbeeld, terwijl figuur 2 inzoomt op Europa. Figuur 1 toont dat met name Europa, Amerika en Oost-Azië zijn onderzocht, terwijl Afrika en het Midden-Oosten onbelicht zijn gebleven. Weergegeven is ook de score op de belangrijkste variabele uit het onderzoek, namelijk de wettelijke restricties. Deze indicator is berekend als het gemiddelde van alle beoordelingen per bedrijf in een land. Alle benaderde managers hebben een persoonlijke beoordeling gegeven over de invloed van de wetgeving op bedrijfsvoering en ondernemingsgroei. De beoordelingen zijn geïnclassificeerd van 'geen belemmering' (1) tot 'grote belemmering' (4). Het blijkt dat over het algemeen de wettelijke restrictie in ontwikkelde landen als minder belemmerend wordt ervaren dan in ontwikkelingslanden. In Ecuador wordt de wetgeving het meest negatief beoordeeld door ondernemers. In Hongarije, het Verenigd Koninkrijk (VK), Zweden, maar opmerkelijk genoeg ook in Armenië en Wit-Rusland worden de wetten niet als erg belemmerend ervaren. Het meest belemmerend vinden managers de wetgeving in Albanië, Azerbeidzjan, Kroatië, Moldavië en Roemenië.

**Figuur 1. Onderzochte landen en score op 'wettelijke restricties'**



**Figuur 1. Onderzochte landen en score op 'wettelijke restricties'**



Het verschil in economische prestaties tussen de landen is zeer groot. Haïti is het armste land, met een BNP per hoofd van US \$ 369, terwijl Duitsland het rijkst is, met een BNP per hoofd van de bevolking van bijna US \$ 31.000. De correlatiecoëfficiënt (Spearman rangcorrelatie) tussen de positie van de landen op een ranglijst gerangschikt naar wettelijke restricties en op een rangschikking naar BNP per hoofd van de bevolking bedraagt 0,45. Het BNP varieert tussen US \$ 1,6 miljard (voor Armenië) en US \$ 8.300 miljard (voor de Verenigde Staten). De inflatie varieert van 0% in Argentinië en Zweden tot 86% in Bulgarije. De gemiddelde investeringsgroei over de laatste drie jaren verschilt eveneens sterk. Moldavië had de laagste investeringsgroei (-5%), terwijl Estland de hoogste groei liet zien (38%).

Tabel 1 (p. 236) geeft een samenvattend overzicht van de karakteristieken van de gebruikte variabelen. Alle managers hebben tevens een beoordeling gegeven van enkele specifieke wettelijke restricties. Des te hoger de waarde (op een schaal van 1-6), des te meer een manager de restrictie ziet als een belemmering. De snelheid waarmee rechtbanken opereren blijkt de belangrijkste belemmering (score 4.77). Daarnaast zijn betaalbaarheid en consistentie van belang.

Tabel 2 (p. 237) is een correlatiematrix van de ondernemingsspecifieke en landspecifieke variabelen. De investeringsgroei in buitenlandse ondernemingen, alsmede voor exporteurs, is hoger dan voor overheidsbedrijven. Van ondernemingen in snelgroeiende landen stijgen de investeringen ook sneller. Overheids- en buitenlandse ondernemingen en dienstverleners ondervinden de minste weerstand van wettelijke restricties. Het wetsysteem wordt als minder belemmerend ervaren in rijke, grote en snelgroeiende landen. In grote en rijke landen zijn ondernemingen groot, terwijl in snelgroeiende landen ondernemingen klein zijn.

### 3 Het empirische model en de schattingsresultaten

#### *Algemene en specifieke wettelijke restricties en investeringen*

De analyse begint met een onderzoek naar de invloed van wettelijke restricties op de investeringsgroei. De empirische literatuur over determinanten van bedrijfsinvesteringen is uiterst omvangrijk (zie Lensink, Bo en Sterken, 2001). Sommige variabelen, zoals Tobin's  $Q^2$ , die in veel empirische investeringsstudies van belang blijken te zijn voor het investeringsgedrag, zijn niet beschikbaar in de dataset die wij hanteren. Daarom hebben we niet getracht de beste investeringsfunctie te vinden, maar concentreren we ons op de invloed van wettelijke restricties op investeringen. Daartoe is de volgende regressie uitgevoerd:

$$\text{Investeringsgroei} = a + \beta_1 \text{Overheid} + \beta_2 \text{Buitenland} + \beta_3 \text{Exporteur} + \beta_4 \text{Fabrikant} + \beta_5 \text{Dienstverlener} + \beta_6 \text{Inflatie} + \beta_7 \text{BNP p/h} + \beta_8 \text{BNP} + \beta_9 \text{BNP-groei} + \beta_{10} \text{Wettelijke restrictie} + \varepsilon \quad (1)$$

Deze regressie is uitgevoerd voor zowel algemene als specifieke wettelijke restricties. In de regressies is een aantal controlevariabelen toegevoegd. Om rekening te houden met de mogelijke invloed van de eigendomsstructuur van de onderneming op de groei van de investeringen is gebruikgemaakt van dummyvariabe-

**Tabel 1. Beschrijvende statistiek**

	<b>N</b>	<b>Gemiddeld</b>	<b>Stand.dev.</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>
<i>Ondernemingsvariabelen</i>					
Investeringsgroeien	6124	0.12	0.49	-1	9
Overheid	6711	0.13	0.33	0	1
Buitenland	6735	0.16	0.37	0	1
Exporteur	6664	0.32	0.47	0	1
Fabrikant	6269	0.36	0.48	0	1
Dienstverlener	6269	0.48	0.50	0	1
Ondernemingsgrootte	6717	15.68	2.71	0.69	20.72
Groot	6768	0.17	0.38	0	1
Middelgroot	6768	0.43	0.50	0	1
Klein	6768	0.40	0.49	0	1
<i>Landen variabelen</i>					
Inflatie	54	0.16	0.18	0	0.86
BNP per hoofd van de bevolking	54	5621	7788	369	30794
BNP in mln. \$*	54	24.65	2.08	21.20	29.75
BNP-groei	54	1.76	2.47	-3	7
Algemene wettelijke restricties	6256	2.15	1.05	1	4
<i>Specifieke wettelijke restricties</i>					
Beschikbaarheid van informatie over wetten en regelgeving	6691	2.92	1.43	1	6
Interpretatie van wetten en regelgeving is consistent	6703	3.38	1.38	1	6
Kwaliteit en efficiëntie van rechtbanken	5484	3.72	1.32	1	6
Rechtbanken zijn rechtvaardig en onpartijdig	6202	3.75	1.40	1	6
Rechtbanken zijn eerlijk en niet corrupt	6062	3.80	1.48	1	6
Rechtbanken zijn snel	6274	4.77	1.23	1	6
Rechtbanken zijn betaalbaar	6130	3.91	1.45	1	6
Rechtbanken zijn consistent	6160	4.03	1.37	1	6
Uitspraken van rechtbanken worden uitgevoerd	6145	3.70	1.47	1	6
Vertrouwen in het wettelijk systeem	6660	3.32	1.39	1	6
Vertrouwen in het wettelijk systeem drie jaar geleden	6120	3.44	1.40	1	6

*N is het aantal waarnemingen op ondernemingsniveau. \* 1997*

len die aangeven of een onderneming in overheids-handen en/of in buitenlandse handen is. Er wordt tevens aandacht geschonken aan de sector waarin de onderneming werkzaam is. Hiertoe is een dummy toegevoegd voor fabrikant en dienstverlener. Investeringsgroeien kan ook afhankelijk zijn van de omgeving waarin een onderneming opereert. Een exportbedrijf is bijvoorbeeld minder afhankelijk van één afzetmarkt. Daarom is ook een dummy toegevoegd die exporterende en niet-exporterende ondernemingen onderscheidt.

Tabel 3 toont de resultaten van de regressies. Vanwege ruimtegebrek worden alleen de resultaten met betrekking tot de wettelijke restricties gepresenteerd. Uit de (niet gepresenteerde) regressies blijkt dat de investeringsgroeien significant lager is voor ondernemingen die (gedeeltelijk) eigendom zijn van de overheid. Exporteurs vertonen juist een significant hogere investeringsgroeien. Ondernemingen met een buitenlandse eigenaar en dienstverleners hebben ook een hogere investeringsgroeien. De groei van het BNP heeft eveneens een positief effect. Tegen de verwachting in blijkt

**Tabel 2. Correlatiematrix van de variabelen**

	Invest	Overheid	Buiten- land	Exporteur	Fabrikant	Dienst- verlener	Onder- nemings- grootte	Inflatie	BNP p/h	BNP (\$)	BNP-groei
Overheid	-0.0401										
Buitenland	0.0677	-0.0419									
Exporteur	0.1047	0.0939	0.2484								
Fabrikant	0.0133	0.0722	0.1206	0.3553							
Dienstverlener	0.0296	-0.0829	-0.0256	-0.2393	-0.7092						
Ondernemingsgrootte	0.0291	-0.0137	0.2305	0.1649	0.0630	0.0140					
Inflatie	-0.0031	0.1214	-0.1327	-0.1097	0.0147	-0.1357	-0.1733				
BNP p/h	0.0173	-0.0738	0.1165	0.1177	-0.0511	0.0885	0.2784	-0.3655			
BNP (\$)	0.0137	-0.1086	0.0818	0.0000	-0.0455	0.0630	0.1991	-0.0898	0.5400		
BNP-groei	0.0894	0.0752	0.0297	0.1104	0.0009	0.0137	-0.0328	-0.3470	0.0977	-0.0757	
Wettelijke restrictie	-0.0348	-0.0101	-0.0036	0.0029	0.0250	-0.0449	0.0130	0.0390	-0.1522	-0.0475	-0.1244

**Tabel 3. Investerings- en wettelijke restricties**

	Beschikbaar- heid van informatie			Interpretatie			Rechtbanken			Uitspraken			Vertrouwen in uitvoering en	
	over wetten			van wetten en			zijn recht-			van recht-			handhaving	
	en regel-			regelgeving is			zijn eerlijk en			worden			ten en eigen-	
	geving			consistent			niet corrupt			uitgevoerd			domsrechten	
	geving			rechtbanken			onpartijdig			zijn snel			jaar geleden	
	-0.011*	0.006	0.014**	-0.002	-0.006	-0.011**	0.004	-0.005	-0.007	0.009*	-0.005	0.000		
	(0.006)	(0.005)	(0.006)	(0.006)	(0.005)	(0.005)	(0.006)	(0.006)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.05)		
R <sup>2</sup>	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.03		
Aantal bedrijven	5436	5436	5452	4460	5033	4916	5092	4996	5005	4993	5430	4975		
Aantal landen	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55		

\*, \*\*, \*\*\* zijn significantieniveaus van respectievelijk 10, 5 en 1%. De getallentussen haakjes hebben betrekking op de standaardfouten.

ook inflatie een positief effect op de investeringen te hebben. De belangrijkste uitkomst van de regressies in het kader van de probleemstelling van ons onderzoek betreft de wettelijke restricties. Uit de eerste kolom van tabel 3 blijkt dat ondernemingen die de wetgeving als een belemmering zien voor de bedrijfsvoering significant minder investeren. Dit suggereert dat de wijze waarop de wetgeving door ondernemers wordt beoordeeld van groot belang is voor het investeringsgedrag. Dit lijkt een bevestiging te vormen van de *law and finance view* over het belang van een goed functionerend wetsysteem. Bij de specifieke restricties valt op dat voor de meeste restricties geen significante invloed op de investeringsgroei wordt gevonden. Dit resultaat

lijkt in tegenspraak met de *law and finance view*, maar komt wel overeen met de resultaten van Beck, Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2002). Het lijkt alsof bedrijven mogelijkheden hebben gevonden om de beperkingen teniet te doen, ondanks het feit dat ze deze als vervelend ervaren. Voor drie specifieke restricties vinden we overigens wel een significante invloed op de groei van de investeringen. Er gaat een sterk negatieve invloed uit van 'rechtbanken zijn eerlijk en niet corrupt'. Daarentegen blijkt dat 'consistentie over de interpretatie van wetten en regelgeving' en 'uitvoering van rechtbankuitspraken' een significant positieve invloed hebben op de investeringen. Ondernemingen lijken deze belemmeringen in hun eigen voordeel te gebruiken.

**Tabel 4. Investerings en wettelijke restricties: grote, middelgrote en kleine ondernemingen**

		Beschikbaarheid van informatie	Interpretatie van wetten en regelgeving	Kwaliteit en efficiëntie van rechtbanken	Rechtbanken zijn rechtvaardig en onpartijdig	Rechtbanken zijn eerlijk en niet corrupt	Rechtbanken zijn snel	Rechtbanken zijn betaalbaar	Rechtbanken zijn consistent	Uitspraken van rechtbanken worden uitgevoerd	Vertrouwen in uitvoering en handhaving van contracten en eigendomsrechten	Vertrouwen in wettelijk systeem drie jaar geleden
Groot	0.000 (0.009)	0.018** (0.008)	0.021*** (0.008)	0.009 (0.007)	0.004 (0.007)	-0.001 (0.007)	0.011* (0.007)	0.002 (0.006)	0.002 (0.006)	0.017** (0.007)	0.003 (0.007)	0.009 (0.007)
Middelgroot	-0.006 (0.007)	0.008 (0.006)	0.015*** (0.006)	0.001 (0.006)	-0.003 (0.005)	-0.010* (0.005)	0.006 (0.006)	-0.004 (0.005)	-0.005 (0.005)	0.009 (0.006)	-0.005 (0.005)	0.001 (0.006)
Klein	-0.021*** (0.007)	0.002 (0.006)	0.010 (0.006)	-0.008 (0.007)	-0.010* (0.006)	-0.016*** (0.006)	-0.001 (0.006)	-0.008 (0.006)	-0.011* (0.006)	0.007 (0.006)	-0.007 (0.006)	-0.003 (0.006)
R <sup>2</sup>	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.03
Aantal bedrijven	5048	5400	5417	4434	4998	4882	5057	4962	4971	4958	5398	4944
Aantal landen	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55

\*, \*\*, \*\*\* zijn significantieniveaus van respectievelijk 10, 5 en 1%.

### Ondernemingsgrootte

Om beter inzicht te krijgen in de vraag of de invloed van algemene en specifieke wettelijke restricties per bedrijfstype verschilt, onderzoeken we de invloed van ondernemingsgrootte. Uit het onderzoek van Beck, Demirgüç-Kunt en Maksimovic (2002) blijkt namelijk dat kleine ondernemingen anders reageren op wettelijke restricties dan grote ondernemingen. Om dit te kunnen onderzoeken hebben we de wettelijke restricties vermenigvuldigd met dummyvariabelen voor grote, middelgrote en kleine bedrijven. De ondernemingsgrootte is gemeten aan de hand van de verkopen in het voorgaande jaar. De regressievergelijking ziet er als volgt uit:

$$\begin{aligned} \text{Investerings} = & \alpha + \beta_1 \text{ Overheid} + \beta_2 \text{ Buitenland} + \beta_3 \text{ Exporteur} + \beta_4 \text{ Fabrikant} + \beta_5 \text{ Dienstverlener} + \\ & \beta_6 \text{ Inflatie} + \beta_7 \text{ BNP p/h} + \beta_8 \text{ BNP} + \beta_9 \text{ BNP-groei} + \beta_{10} \text{ Ondernemingsgrootte} + \beta_{11} \text{ Wettelijke restrictie} \cdot \text{Groot} + \\ & \beta_{12} \text{ Wettelijke restrictie} \cdot \text{Middelgroot} + \beta_{13} \text{ Wettelijke restrictie} \cdot \text{Klein} + \varepsilon. \end{aligned} \quad (2)$$

De resultaten van deze regressie zijn vermeld in tabel 4. De eerste kolom laat zien dat algemene wettelijke restricties investeringsgroei van (middel)grote ondernemingen niet beïnvloeden, terwijl ze een significant negatief effect hebben op kleine ondernemingen.

Grotere bedrijven blijken beter in staat te zijn om restricties te omzeilen dan kleine bedrijven. Een vergelijkbaar beeld ontstaat indien wordt gekeken naar specifieke restricties. In drie gevallen hebben specifieke wettelijke restricties een negatieve invloed op de groei van de investeringen voor kleine bedrijven ('rechtbanken zijn rechtvaardig en onpartijdig', 'rechtbanken zijn eerlijk en niet corrupt' en 'rechtbanken zijn consistent'). Grote bedrijven blijken in enkele gevallen specifieke wettelijke restricties zelfs in hun voordeel te kunnen ombuigen. De middelgrote bedrijven nemen een middenpositie in. Deze resultaten bevestigen dat ondernemingsgrootte van belang is voor de wijze waarop wettelijke restricties van invloed zijn op het investeringsgedrag.

## 4 Besluit

Dit onderzoek vormt een eerste aanzet tot een analyse van de invloed van wettelijke restricties op de groei van investeringen van individuele bedrijven. Met behulp van een unieke database, gebaseerd op interviews met een grote groep managers uit vele landen, is bekeken in welke mate investeringen worden beïnvloed door wetgeving. Er is tevens onderzocht of het investeringsgedrag van grote en kleine bedrijven op vergelijkbare wijze wordt beïnvloed.

Onze resultaten ondersteunen de hypothese dat de

groei van de investeringen wordt beperkt door wetten die door bedrijven als negatief worden ervaren. Dit bevestigt de noodzaak van het ontwikkelen van een efficiënt wetsysteem, wat benadrukt wordt in de zogenaamde *law and finance view*. We vinden ook dat vooral kleine bedrijven last hebben van wettelijke restricties. Grote bedrijven lijken beter in staat te zijn om wettelijke restricties te omzeilen. In sommige gevallen blijken grote bedrijven zelfs in staat te zijn om wettelijke restricties in hun voordeel om te buigen. De manier waarop ze dit doen, is echter niet duidelijk. De dataset die we hebben gebruikt, biedt geen mogelijkheden om dieper hierop in te gaan.

Hoewel Nederlandse ondernemingen geen onderdeel uitmaken van de WBES database, heeft het onderzoek ook implicaties voor hen. Immers, zij zijn bij uitstek actief op internationale markten; bijvoorbeeld als importeurs, exporteurs en investeerders. Het blijkt dat de Nederlandse bedrijven vooral betrekkingen onderhouden met landen waar wettelijke restricties niet al te zeer als belemmerend worden ervaren. Zo is de gemiddelde score op wettelijke restricties van de tien belangrijkste Nederlandse handels- en investeringspartners 1.78, terwijl de gemiddelde score van de landen in figuur 1 2.13 bedraagt<sup>3</sup>. Geconstateerd is dat buitenlandse ondernemers in het algemeen minder hinder menen te ondervinden van wettelijke restricties. Dat is een interessante bevinding, want in de financieringsliteratuur wordt vaak verondersteld dat buitenlanders het juist moeilijker hebben (Madura, 2003, p. 2). Buitenlandse ondernemers hebben ook een positieve invloed op de investeringsgroei. Omdat ondernemingsgrootte slechts in beperkte mate correleert met de factor buitenland lijken we hier te maken hebben met een specifieke karakteristiek.

Op grond van onze studie mogen we voorzichtig enkele beleidsimplicaties afleiden. Voor het Nederlandse bedrijfsleven luidt het motto dat wettelijke restricties op buitenlandse markten zeker niet prohibitief blijken te zijn. Buitenlandse ondernemingen kunnen er namelijk vaak goed mee overweg. Slechts in beperkte mate strekt hun relatief grote omvang in vergelijking met veel binnenlandse ondernemingen hen hierbij tot voordeel. Wellicht kunnen Nederlandse bedrijven hun comparatieve voordelen nog meer benutten, met name in landen met 'slechte' wetgeving. Kleine bedrijven moeten echter heel goed opletten. Verder kan de dataset van WBES uiterst nuttig zijn voor bedrijven die zich voorbereiden op internationale expansie. De Nederlandse overheid kan zich bij haar internationale betrekkingen laten leiden door de wettelijke restricties

die het meest als belemmerend worden ervaren, met name doelen we dan op het verschijnsel corruptie bij rechtbanken. Het spreekt vanzelf dat dit ook binnen Nederland de hoogste aandacht vergt, niet alleen met het oog op het debat over normen en waarden, maar ook als Nederland aantrekkelijk wil blijven voor buitenlandse investeerders. ■

## Literatuur

- Beck, T. en R. Levine, (2003), *Legal Institutions and Financial Development*, World Bank Policy Research Working Paper 3136.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt en R. Levine, (2001), *Law, politics, and finance*, World Bank Policy Research Working Paper 2585.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt en V. Maksimovic, (2002), *Financial and legal constraints to firm growth: does size matter?*, World Bank Working Papers 2784.
- Demirgüç-Kunt, A. en V. Maksimovic, (1998), Law, finance, and firm growth, in: *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 2107-2137.
- Garretsen, H., R. Lensink en E. Sterken, (2004), Growth, financial development, societal norms and legal institutions, in: *Journal of International Money, Markets and Institutions*, vol. 14, pp. 165-183.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer en R.W. Vishny, (1998), Law and finance, in: *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer en R.W. Vishny, (2000), Investor protection and corporate governance, in: *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- Lensink, B.W., L.J.R. Scholtens en E. Sterken, (2001), *Financiële Ontwikkeling en Economische Groei*, Financiële en Monetaire Studies, vol. 19, no. 4.
- Lensink, R., H. Bo en E. Sterken, (2001), *Capital Market Imperfections, Uncertainty and Investment*, Edward Elgar.
- Levine, R., (1997), Financial development and economic growth: views and agenda, in: *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp. 688-726.
- Levine, R., (1998), The legal environment, banks, and long-run economic growth, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 30, pp. 596-620.
- Levine, R., (2002), *Bank-based or market-based financial systems: which is better?*, William Davidson Working Paper 242.
- Madura, J., (2003), *International Financial Management*, Thomson, 7de druk, Mason, Ohio.
- World Bank, (2002), *World Development Indicators*.
- World Business Environment Survey, (WBES), <http://info.worldbank.org/governance/wbes/index1.html>.

## Noten

- 1 Een uitgebreide omschrijving en een bronvermelding van deze variabelen, alsmede van de overige variabelen die in het onderzoek zijn gebruikt, is op aanvraag verkrijgbaar bij de auteurs. Correspondentie-adres: Vakgroep Financiering, Belegging & Accounting, Faculteit der Economische Wetenschappen, Rijksuniversiteit Groningen, Postbus 800, 9700 AV Groningen. email: b.w.lensink@eco.rug.nl, tel. 050-3633712.
- 2 Tobin's Q weerspiegelt de verhouding tussen de marktwaarde en de vervangingswaarde van een onderneming.
- 3 Becijferingen op grond van WBES-dataset en Statistische Bulletins van CBS en DNB. Alleen die landen zijn meegeteld waarvoor data van WBES beschikbaar waren.